

逐步建立以直营为主的渠道体系

——奥康国际（603001）调研快报

2013年5月11日

强烈推荐/维持

奥康国际

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师 010-66554011

执业证书编号：S1480510120013

符艺蕾 联系人 010-66554130

事件：

近日参加公司投资者见面会，与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 未来战略：逐步提升直营比例，建立以直营为主的渠道体系。

公司向达芙妮和百丽看齐，未来也将逐渐转变为直营为主。达芙妮以前也是以代理为主，现在全部都是自营，虽然管理起来相比比较苦难，但是整体比较稳健。未来奥康也会向自营过度，根据自己资金实力和管理能力的提升。小城市开大店，大城市开多店。一个品牌的毛利率低，大店的优势比小店好，宁愿开大，不愿意开多，大店高于毛利，管理起来也容易的多。小店改大店、旧店换新店。需要一个过程、下半年会有所动作。

分阶段、分计划有序的未来 95%全部直营，在直营化的过程中存在矛盾，直营化比重会越来越高，需要漫长的时间。策略：整合提升。奥康国际馆：单品牌变成多品牌的店。小店变大店。上半年以试点国际店为主，对比同比增长 30%。

直营化的主要挑战表现在资源上，需要和经营商的沟通，并按区域来沟通，之前并没有好店坏店的概念。加盟转直营后最直接影响是增加库存风险，渠道更多地需要自己经营，需要与市场更加贴近，对供应链的要求更高。同时，公司也在思考，在变化的市场环境下不断寻求更具实用性的改变，未来也将继续尝试以公司投资加盟商经营的模式。

2. 针对东北、华北、华南等弱势地区的公司举措。

奥康传统的优势在南方、长江以南，现在做的最好的是华东（上海、安徽、江苏）、东南（浙江、福建）、华中（江西、湖北、湖南）、是公司的核心区域。成功的因素主要有几下基点：第一总部在温州、第二品牌的定位、第三渠道的定位以街边店为主、第四南方的经济相对比较发达。如何突破北方市场，主要的考虑因素有品牌的影响力度、北方的消费习惯、消费能力导致最核心的问题是北方品牌的产品定位。2012 年尝试华北地区的发力，在河南省取得了重大突破，市场处于非常健康的向上走的态势。未来会对华北和东北地区加大资源活动，但仍要保持公司在华东地区的绝对优势力。

3. 今年外延趋势稳健，以结构调整为主。

在外围环境前景不明朗的背景下，行业和公司发展均处于探索之中，作为行业的龙头企业，公司今年外延扩张较去年相比呈现保守态度，以现有门店的结构调整为主，主要的措施有小店换新店、老店换新店。同时公司也迈出了创新的一步，尝试开设奥康国际馆和体验店，目前已分别在温州、上海、德清各开一家并取得了

不错的成效。在品牌重新定位后，公司计划以战略联盟的方式，加大进入商超的力度，实现品牌的细分化营销策略。

4. 一季度业绩解读：

收入增速微幅上涨 4.5%，预计今年全年收入增速在个位数水平。一季度收入为 8.36 亿元，同比上涨 4.5%，**按收入结构来看**，主品牌奥康收入占比为 72%，同比上涨 6%；康龙收入占比 9%，同比上涨 3%；皮具收入占比 7%，同比上涨 1%；其他收入占比 1%，同比下降 37%；OEM 收入占比 8%，同比上涨 15%；红火鸟收入占比 3%，同比下降 10%。**按产品来看**，女鞋收入占比 40%，同比上升 3%；男鞋收入占比 53%，同比上涨 6.9%；皮具收入占比 7%，同比上涨 1.3%。**按渠道划分来看**，直营营业收入占比 38%，同比上涨 109%；经销收入占比 43%，同比下降 36%；OEM 收入占比 8%，同比上涨 15%；团购和网购收入占比 11%，同比上涨 25.4%。

门店数量增加导致存货高企、但仍处于合理范围内。一季度库存达到 4.45 亿元，同比上涨 27.14%，门店数量增加导致的库存商品相应增加是库存同比上涨的主要原因。从 2012 年末库存收入构成来看，在产品占比为 5%、原材料占比 9%，库存商品占比为 86%，在去年新增 483 家直营门店的基础上，基本与 2011 年保持一致水平，因此我们认为库存金额的增加处在合理范围内。

渠道扩张、增加授信度导致应收账款增加。一季度应收账款为 13.85 亿元，同比上涨 54.92%，主要是在公司 2012 年加大渠道扩张过程中，增加对供应商的授信度所致，主要包括经销商扶持、开设自营店、小店换大店、升级战略店。

结论：

公司作为行业的龙头企业，在业内具有一定的标杆性，无论在门店布局、产品设计研发能力、品牌声誉度、供应链管理等各个方面均处于行业的领先地位。公司 2013 年外延计划趋缓，主要以现有门店的结构调整为主，同时也考虑尝试一些新的终端业态（如国际馆、体验店）。

公司 2013 年毛利率还有进一步提升的空间。应收账款同比增加显著，主要是在公司 2012 年加大渠道扩张过程中，增加对供应商的授信度所致。市场关注的库存问题，在今年一季度同比上涨 27.14%，门店数量增加导致的库存商品相应增加是库存同比上涨的主要原因，我们认为库存的增加处于合理范围内，无需担心。

我们下调此前对公司的盈利预测，2013-2015 年 EPS 分别为 1.44、1.68 和 2.01 元，对应动态 PE 分别为 12.79、10.98 和 9.21 倍。作为男鞋国内企业龙头，公司运营模式成熟、品牌影响力广泛、应享有较男装更高的溢价，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

终端消费持续低迷，公司库存高企

公司在华北、东北地区突破未有明显进展

表 2: 公司 2013-2015 年盈利预测结果

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	2,965.88	3,455.11	3,979.88	4,543.12	5,214.89
营业收入增长率	34.15%	16.50%	15.19%	14.15%	14.79%
EBITDA (百万元)	570.76	653.84	790.40	923.62	1,096.78
EBITDA 增长率	36.02%	14.56%	20.89%	16.85%	18.75%
净利润 (百万元)	457.40	513.30	578.88	674.58	804.19
净利润增长率	63.33%	12.22%	12.77%	16.53%	19.21%
ROE	38.83%	14.24%	27.06%	25.18%	24.21%
EPS (元)	1.43	1.37	1.44	1.68	2.01
P/E	12.92	13.46	12.79	10.98	9.21
P/B	5.02	2.05	3.46	2.76	2.23
EV/EBITDA	9.75	8.05	8.93	7.56	6.27

资料来源: 东兴证券整理

表 3: 盈利预测表 (2011A-2015E)

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %	2015E	增长率 %
营业收入	2,965.88	3,455.11	3,979.88	15.19%	4,543.12	14.15%	5,214.89	14.79%
营业成本	1,940.95	2,171.15	2,481.28	14.28%	2,787.17	12.33%	3,132.85	12.40%
营业费用	294.16	403.37	477.59	18.40%	567.89	18.91%	677.94	19.38%
管理费用	167.46	213.25	238.79	11.98%	272.59	14.15%	312.89	14.79%
财务费用	8.41	-25.81	-0.32	N/A	1.33	N/A	-0.50	N/A
投资收益	0.02	0.48	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	534.22	645.63	752.83	16.60%	880.44	16.95%	1,053.26	19.63%
利润总额	596.18	661.49	771.83	16.68%	899.44	16.53%	1,072.26	19.21%
所得税	138.78	148.19	192.96	30.21%	224.86	16.53%	268.06	19.21%
净利润	457.40	513.30	578.88	12.77%	674.58	16.53%	804.19	19.21%
归属母公司所有者的净利润	457.40	513.30	578.88	12.77%	674.58	16.53%	804.19	19.21%
NOPLAT	416.32	480.97	564.39	17.34%	661.33	17.18%	789.57	19.39%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %	2015E	增长率 %
货币资金	525.75	2,207.28	397.99	-81.97%	454.31	14.15%	529.20	16.48%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	788.75	1,299.59	1,496.98	15.19%	1,708.83	14.15%	1,961.51	14.79%
预付款项	39.26	316.40	633.13	100.10%	988.90	56.19%	1,388.80	40.44%
存货	443.87	542.36	619.83	14.28%	696.25	12.33%	782.60	12.40%
流动资产合计	1,878.87	4,483.17	3,256.77	-27.36%	3,963.30	21.69%	4,784.47	20.72%

非流动资产	484.82	612.13	535.46	-12.53%	526.61	-1.65%	518.89	-1.47%
资产总计	2,363.69	5,095.30	3,792.23	-25.57%	4,489.92	18.40%	5,303.35	18.12%
短期借款	179.81	64.10	53.68	-16.26%	31.96	-40.45%	0.00	N/A
应付帐款	377.21	484.73	546.38	12.72%	613.74	12.33%	689.86	12.40%
预收款项	14.99	23.10	23.10	0.00%	23.10	0.00%	23.10	0.00%
流动负债合计	1,185.59	1,489.42	1,653.00	10.98%	1,811.02	9.56%	1,981.10	9.39%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	1,178.10	3,605.88	2,139.24	-40.67%	2,678.90	25.23%	3,322.26	24.02%
净营运资本	693.29	2,993.75	1,603.78	-46.43%	2,152.29	34.20%	2,803.37	30.25%
投入资本 IC	825.16	1,454.94	1,794.93	23.37%	2,256.55	25.72%	2,793.06	23.78%
现金表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	457.40	513.30	578.88	12.77%	674.58	16.53%	804.19	19.21%
折旧摊销	28.12	34.02	0.00	N/A	41.85	N/A	44.02	5.20%
净营运资金增加	388.36	2,300.47	#####	N/A	548.51	N/A	651.08	18.70%
经营活动产生现金流	278.00	3.44	249.04	7144.73%	248.79	-0.10%	304.99	22.59%
投资活动产生现金流	-116.20	-205.39	-2.57	N/A	-34.50	N/A	-37.80	N/A
融资活动产生现金流	-24.80	1,792.13	#####	N/A	-157.96	N/A	-192.30	N/A
现金净增 (减)	137.00	1,590.18	#####	N/A	56.32	N/A	74.89	32.96%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007年加盟东兴证券研究所。

符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。